

「サブプライム」ショックと世界不況

日程：2009年6月20日(土)

場所：国土館大学梅ヶ丘校舎 34号館 B-302

「サブプライム」ショックと世界不況

唐渡 興宣 (国土館大学大学院グローバルアジア研究科 教授)

はじめに 金融の証券化と財務省・ウォール街複合体

今日、金融の証券化というのは、古くからある投資信託などの資産(equity)の証券化をさすのではなく、債務(debt)の証券化をさす。この debt 型の証券化商品としての ABS(Asset Backed Securities)の中でも、モーゲージ債 MBS(Mortgage Backed Securities)を加工した住宅抵当証券 CMO(Collateralized Mortgage Obligation)が証券化を飛躍的に普及させた。ウォール街の戦略はできるだけ借金をさせ、それを売却し、投資家にババを掴ませることである。すなわち借金の証券化によってアメリカ全体を借金漬けにすること、それを逆から見れば、金融資産の蓄積となる。この証券化は政府系金融機関(GSE, Government Sponsored Enterprise)のバックアップなしにはなしえないもので、証券化はウォール街・財務省複合体の産物でもある。

(1)債権・債務関係の非人格化(=物象化)

いつ繰り上げ返済されるかも知れないモーゲージ債は本来商品化になじまない。投資家はその債券を購入しても、利子が下がれば、住宅所有者は借り換える。投資家のもとに投資した金が戻ってくる。再度、投資しようにも利子が低い状況では有利な投資先が見つからない。この繰り上げ返済のリスクを解決するために、創案されたのが CMO である。1980年代初め、投資銀行ソロモンは大規模な調査課を立ち上げ、ロケット学者と数学者呼び込んで、住宅所有者の返済行為を徹底的に調べ、数学的処理を通じてモーゲージ債を分類、加工していった。GSE によって保証された数億ドルの債券が数千集められ、典型的には三

つの区切り^{トランシュ}に分類された。このパッケージ化されたトランシュの片方には住宅所有者、反対の側にはトレーダーと投資家が向き合う。住宅所有者と投資家は絶対に顔をあわせることはない。住宅所有者が顔を合わせるのは地元の金融機関 S&L だけである。この住宅所有者と SL との関係は債権・債務関係という人と人との法的関係で、この関係は取り残され、非人格化された一定額のキャッシュ・フローを表示した債券の束、CMO ができあがる。そしてそれを買えば、一定額のカネが周期的に還ってくる。それは巨大な合理化過程である。同時にそれが示す運動は $G \cdots G$ ($G + G$) という擬制資本の運動である。CMO は住宅所有者の借金の擬制資本への転換を媒介するものであった。かくしてアメリカ全体の借金の山が金融資産・擬制資本に転換されるという物象化の極限がグローバル化していく軌道が設定された。

(2) 企業の商品化と新自由主義的経済の展開

79 年 FRB のボルカーはインフレ抑制のための利子率を 20% にまで引き上げた。それによって企業、家計、周辺途上国、世界中の投資家からカネがウォール街に流れ込む道筋を作り出し、金融機関と最富裕層が権力を手中にしていく新自由主義と階級関係の再構築が開始された。高利子率は企業お資産価値以下に株価を引き下げた。企業が商品として取引される状況が作り出された。二流の投資銀行ドレクセル・バーナムのミルケンは投資不適合債券(ジャンクボンド)を劇的手法で販売し、ジャンクボンド市場を成立させた。そこにハイリスク・ハイリターンを求める投資家を呼び込んだ(ウォール街のカジノ化)。ミルケンは更なる債券需要に対して、LBO という乗っ取りの手法を開発した。ジャンクボンドによって乗っ取りの資金を調達するという途方もないレバレッジによって借金が循環的に増大し、企業の負債は増大し、企業をの商品化は銀行の M&A 業務を拡大させ、ジャンク市場は飛躍的に拡大し、乗っ取り圧力は利潤に占める配当比率を劇的に高めていった。87 年のブラックマンディの株価の暴落はジャンクボンド市場を崩壊させウォール街に君臨したドレクセルも崩壊した。しかしそれはアメリカを借金漬けにし、リスクを冒してカネを出す投資家を増大させていった。

(3) 新自由主義的ダイナミクスと金融ヘゲモニー

M&Aの圧力は企業財務を一変させ、ダウンサイジング、アウトソーシング、海外生産を拡大し、コスト節約、大規模なリストラ、失業を生み出した。低賃金と不安定雇用の増大は長時間労働と婦人労働を増大させ、アメリカ人の旺盛な消費は維持された。更に借金しやすい状況はクレジット・カードによって収入以上の消費を促進し、それは預金を減少させた。賃金切り下げと海外生産は企業の利潤率を回復させたが、その利潤は株式市場を通じてむしりとられていった(金融の産業支配)。

90年代アメリカは配当によってむしり取られた留保利潤率を低め、資本蓄積を低水準にし、経済成長を低水準にした。この低成長を支える最後の頼みの綱がCMOによる住宅建設であった。それは旺盛な消費によって増大する経常収支の赤字を補てんするために世界中の投資家を呼び込むためにも必要とされた。90年代MBA出身の若手の債券トレーダーたちは次々と新種の商品を開発し、ブラックボックス化されたその中身を大きく変貌させた。借金をしやすくなるようにローンの在り方も変化していた。最初は低利子率、3年後からは一挙に返済が増大する貸付、IO、バルーン・ローンなどの変動金利型貸付、ジャンボ・ローン、ノンコンフォーミング・ローンなどが相次いで開発され、リスクの高い証券化が拡大した。非人格化という証券化の手法を用いて、自動車ローン、クレジット・カード、リース、学生ローンなどが証券化され、それらが混入されたCDOが普及し、それらが擬制資本となっていった。家計、企業、政府の借金の証券化は国民生活全般から収益をあげる構造ができあがった。

低成長とはいえ長く続いた好景気は抑制されていた設備投資も借金しやすい状況の中で、商工業ローンの証券化CLOによって促進され、それはITバブルを引き起こし、IT企業の株価を中心に株式市場をバブル化していった。バブル崩壊に続く不況を住宅投資が緩和させ、ますますモーゲージ市場はその必要性を増大させた。

(4)サブプライムローン危機

バブル崩壊後の不況対策による低利子率と新種のローンはサブプライム層へのローンを拡大は住宅建設を増大させ、住宅価格を上昇させた。返済が困難になることが明白な層への限度を超えた貸付が行われたのは、投資物件の値上がりとそれを売却して儲ける投機的

住宅建設の幾つもの成功に幻惑された競争であった。第一次市場としての貸出市場には S & L に留まらず、投資銀行、商業銀行の子会社、中小零細のモーゲージ・カンパニーが参入してきた。信用補完のための公的保証がなされる第二市場において、投資銀行が設立した特別事業体 SPV にモーゲージ債が売却される。この市場に民間保証機関が参入し、更には州債の保証を行うモノラインも参入し、GSE と競合関係が形成された。投資銀行はヘッジファンドや SPV を立ち上げ証券化業務を拡大した。GSE によって保証を得られない債券が民間の保険会社に持ち込まれ保証を受け、新たな手法で分類され、それらは、優先、メザニン、劣後に分類されていった。劣後部分は高利回りを期待するヘッジファンドに売却するか、自分で保有していた。第三の市場での売却を確実にするために、格付会社の格付、保険会社の保証 CDS が支えていった。保険会社は保証を与えた証券化商品にさらに CDS 契約を結ぶというように、CDS は膨張し、その CDS が CDO に組み込まれていった。サブプライム関連商品には住宅以外の種々のローンを組みこんだ仕組み証券として世界中に販売され、住宅ローン市場は 10 兆ドルにまで拡大し、そのうち半分が証券化された。サブプライムローンは市場全体の 30% に達していた。それを更に補足したのが Alt - A という所得や資産の証明書の無い層への貸し出しであった。

05 年には変動金利型ローンやバルーン・ローンの元利支払いが始まるや、元利の支払いを免れようとする住宅の販売圧力が強まり、住宅価格が低下し始めた。住宅バブルの崩壊である。それは金融機関への電撃的急襲となる。証券化商品の価格が下がるか、格付が下がるや、そこに融資している金融機関は追証を求める。在庫の強制売却に資金を調達しようとするれば、価格は暴落し、更に追証を求められる。他に貸し手はどこにもいない。かくして支払手段の不足という典型的な貨幣・信用恐慌となる。

世界市場恐慌としての世界金融危機

今回の金融危機は日本のバブル崩壊、アジア通貨危機、LTCM の破綻、IT バブルの崩壊、というようにローカルなものとは異なり、グローバルである。これらの金融危機は周期的に襲う国際的な「過剰な貨幣資本」の運動によるもので、その規模がますます大きくなっていき、それゆえに世界的金融危機となって現われたというのが多くの見解に共通してい

る。金融危機が前面に現われていることは事実であるが、その基礎には世界的過剰生産がある。今回の金融危機は生産の世界から独立したのではなく、直接投資(FDI)に媒介された海外生産の発展は途上国、東欧の移行国を巻き込んで、飛躍的に生産を拡大し、後進国を国際分業にまきこんでいった。先進諸国は生産を後進国の労働者の苦汗労働に委ね、自らはその金融的上前をはねるグローバルな金融の産業支配を展開していった。先進諸国の資本蓄積は産業的蓄積から擬制資本の蓄積に構成的比重を増大させ、後進国は FDI に牽引されてその産業的蓄積を展開し、輸出主導型経済として始動していった。世界的規模での生産の発展は新たに 30 億人を拡大された世界市場に包摂していった。それは巨大な生産圧力となっていたが、世界的規模での過剰生産の発現が先送りされていたのは、アメリカの借金漬けによる過剰消費であった。今回の恐慌は先進国での擬制資本の蓄積と途上国における産業的蓄積この両者の発展の帰結である。